

第8章 日米欧会社法制度における企業統治 - 収斂と分化 -

著者	尾崎 安央
権利	Copyrights 日本貿易振興機構（ジェトロ）アジア経済研究所 / Institute of Developing Economies, Japan External Trade Organization (IDE-JETRO) http://www.ide.go.jp
シリーズタイトル	経済協力シリーズ
シリーズ番号	208
雑誌名	東アジアの企業統治と企業法制改革
ページ	313-348
発行年	2005
出版者	日本貿易振興機構アジア経済研究所
URL	http://hdl.handle.net/2344/00013962

第8章

日米欧会社法制度における企業統治

——収斂と分化——

尾崎 安 央

はじめに

わが国において、企業統治（コーポレート・ガバナンス [corporate governance]）という言葉が広く用いられるようになったのは、決して古いことではない。しかし、その議論の中身を詳細に眺めてみれば、そこに論じられていることは、実は、わが国でも以前から取り上げられ検討されていたものであることがわかる（龍田 [2003: 144]）。たとえば、企業は誰のものか、経営は誰を意識してあるいは何を意識して、または何を目的としてなされるべきか、経営者はそのために何をなすべきか、企業の不祥事を防止するあるいは発生した企業不祥事にどのように対処すべきか、などの論点は、これまでも商法学上、また立法上も繰り返し議論されてきたところである。そして、そのような問いかけは、決して法律学の独占事項ではなかった。企業統治の問題は、経済学、経営学などにおいても重大な関心事であったし、現在もそうである。法律学の領域における企業統治の議論に経済学等の諸学問領域の議論が影響を与えることも、決して理由のないことではない⁽¹⁾。

現在、そのような企業統治の議論は、世界的広がりを見せている⁽²⁾。なぜか。その理由として、それぞれの国において企業不祥事・企業破綻が多発し、

社会問題化したということがあげられる^[3]。企業統治論の名のもとに、企業不正予防制度としてみた自国の法制度の欠陥・不備を是正する治療法が各国で真剣に模索されたのである。しかし、それだけが近時、企業統治論が盛んになった原因というのであれば、これほど世界で同時的な広がりにはなかったのではないかという疑問がある。企業不祥事の続発は決して20世紀末に特徴的なことではないからである。これは推測の域を出ないが、西洋キリスト教国では「ミレニアム」という心情的な「区切り感」があったのかもしれない。後にみるように、欧米では2000年を前後して各国から「コーポレート・ガバナンス・コード (Corporate Governance Code)」が示されたことは周知のとおりである。このような現象を捉えて21世紀に向けての20世紀の総括とでも言うことができる。しかし、現在もなお、欧米、特にEU諸国を中心に企業統治を含む（というよりも、それを越えた）会社法自体の改革が進行中である。したがって、「世紀末」ということだけをもって企業統治論の隆盛の契機と理解することもできない。「世紀末」をイベント的に捉えたにすぎない日本や深刻な経済危機を経験したアジア諸国^[4]でも企業統治が議論されていることをも考慮に入れるならば、またイギリスの金融センターにおけるいわゆる「ウインブルドン現象」（国内プレーヤーよりも海外プレーヤーの方が多く、かつ、活躍していること）や、IMFや世界銀行などの背景に巨大資本（特にアメリカ資本）の影がちらつくことからするならば、私見ではあるが、企業統治論の広がりの一因として、むしろ機関投資家などを中心とした投資サイド（資金供給サイド）が企業統治の充実を求めたという、いわば企業金融（コーポレート・ファイナンス [corporate finance]）の主導的側面を無視することができないのである。

本章は、本書において展開されているアジア諸国の企業統治論の現状とその分析といったものとは趣きを異にする。本章の目的は、企業統治論の先進国である欧米、特にEU諸国にあって、企業統治論がいわば「収斂と分化 (convergence and divergence)」を呈し始めていることを示し、そこから、企業統治論における普遍的要素（収斂）と各国の社会・文化等に根ざすユニーク

な要素（分化）との共存が必要であることを主張することにある。これは、アジア諸国において外見は共通するようにみえる企業統治の議論がありながら（国際企業法の観点からすれば、ある意味で企業法の収斂）、他方で、各国において、主としてその規制手法や規制内容に微妙なあるいは顕著な違いが生じている（同様の観点からすれば、ある意味で企業法の分化）ことの意味を考えるうえでの参考になることを期待しての作業である。

第1節 企業統治と企業金融——競争社会における企業法制——

本書で詳細に検討されているアジア諸国の企業統治論の展開においてもそうであるが、企業統治論の世界的広がり背景には、世界的競争環境のもと、自国の経済発展の観点から国内企業さらには経済体制自体の競争力強化を意識した国家政策的要請があり、そこに外資を含む資金供給サイドのリスクや行動様式などを意識して、いかに資金提供を誘導するか、などの観点からの議論がなされてきたことがわかる⁽⁵⁾。そして、同様のことを裏側から表現するならば、今日、市場の主要プレーヤーのひとつとしてその意義が強調されている機関投資家自身が、企業統治の問題に高い関心をもち、たとえば「議決権行使指針」などのかたちで積極的に発言し企業経営者に揺さぶりをかけている現実を指摘することができる。すなわち、資金需要者である証券発行会社の経営側からすれば、必要な外部資金を資本市場から容易にかつ競争優位的に調達できることが重要であり、他方、機関投資家のように企業に資金を投下する側からすれば、投資効率が高いほどよいわけであり、企業の収益力向上への関心が高まるのは当然の帰結である。さらに、特に投資サイドにとっては、投資リスクは低いほどよいのであって、企業の経営破綻は最も避けなければならない事態である。この投資を受ける側と投資をする側の思いが共通するところに、企業統治の充実の議論があることは見やすい道理である。適切な企業統治構造が構築され運営されるならば、投資先企業の収益力

向上も、リスク回避も、そして市場からの資金調達も、いずれも実現する可能性が高まるからである。

外部資金の調達を国内外の資本市場に求めることが可能な大規模公開株式会社にあつては、いわゆる「所有と経営の分離」現象が進行し、いわゆる「経営者支配」が一般的であるとされる⁽⁶⁾。たとえば、現在のアメリカ合衆国においても、CEOが株主から相当程度独立した強い権力をもち、社長(president)と取締役会会長(the chairperson of the board)を兼任するケースではCEOの側がその監督機関たる取締役会自体をコントロールしていることも少なくない⁽⁷⁾。このような、いわば今日的「経営者支配」の状況にあつては、投資者の側に代理費用(エイジェンシー・コスト [agency cost])の負担が多大になり、その削減が最重要政策課題となっている⁽⁸⁾。機関投資家が企業統治問題に関心をもつようになったのが、このようなコスト面からみても当然のことと言えるのは、前述したとおりである⁽⁹⁾。

いわゆる「資本市場・金融市場のグローバル化」を所与の前提にし、そのカネの主要な供給者がアメリカを本拠とした世界金融資本であることを考えるならば、企業統治構造あるいは企業統治のあるべき姿の基本理念としてアメリカ国内の議論を他国に「推奨」あるいはときに「強制」することがあるのは、ある意味で、納得がいくことである⁽¹⁰⁾。これまで英語の国際言語性を背景に多くの人間が第二言語の修得ということをあまり経験しないアメリカ人にとって、他国の文化的背景などを考慮に入れながらそれぞれの国の多様な企業統治構造(たとえば機関構造等)の真の意味を理解することよりも、自国のスタイルを押し付けることの方(かつての日米構造協議を想起せよ)が、理解のし易さという点ではすぐれていると考えたとしても、無理もないことである。他方、外国資本、すなわちアメリカ資本を受け入れよう、あるいは受け入れたいと望む国々にとっては、このような投資者サイドのニーズに応えることは重要である。加えて、このような資本受入国にとって、不正投資行為に対する十分な法制度が整備されていない状況があれば、外国資本に内国市場を支配され、あるいは不当な搾取を許す危険性もあり、そのよう

な事態にならないように自国の法整備（欧米化）を急ぐ必要性があるのである（明治期の日本を想起せよ）。このような搾取は、アジア経済危機に際して少なからざる国で現実には生じていること（またバブル崩壊以後の日本でも経験していること）からすれば、企業統治を含む企業法制の充実（現代化）のニーズはまた、国益を守るためにも重要な政策課題となるはずである。明治以来のわが国における西洋法継受の歴史は、そのような外資導入による産業振興策と外資から内国企業や国民生活を守ることのバランスが必要であることを如実に示している⁽¹¹⁾。ともあれ、本章の「はじめに」において述べたように、筆者は、企業統治論の高まりの背景に企業金融が影響を与えていることを軽視すべきでないと考えている。むしろ、国境を越えたカネの移動が前提となって、資金の供給側と需要側との双方の思惑が合致して、企業統治論の世界的な広がりが導かれ、現在なお模索が続いていると考えている。「株主重視」が近時の企業統治論で共通する要素であるが、大規模公開株式会社を想定すると、そしてそのような会社では個人株主は企業統治面では無機能であると評価されてきたことを思い起こすならば、ここでの「株主」は、第一義的には機関投資家などの大きなブロックの資金を提供してくれる「株主」である⁽¹²⁾。その意味では、議論の平仄は一致しているのである。

第2節 アメリカにおける企業統治をめぐる法的議論の現状

以下では、各国の状況を個別にみることにする。その目的は、第1に、企業統治論における通有的な要素を確認することにある。したがって、以下においては、筆者が各国の議論における普遍的要素を述べることに重点を置き（これが副題の「収斂」である）、各国特有の要素（「分化」）については若干の指摘をするにとどめる。そのような違いを生ぜしめる法文化などの検証が不可欠であるが、その作業を筆者は現在行っているところであり、いまだ定見をもち合わせるに至っていないからである。

近時の企業統治をめぐる法律の議論の中核にあるのは、やはりアメリカのそれであろう。その特徴は、第1に、連邦法を前提にした法主導による強制的あるいは「勧告」「奨励」型の法規制（SEC [Securities Exchange Commission, 米国連邦証券取引委員会] のエンフォースメント [enforcement] など）、第2に、証券取引所等の自主規制機関（self regulatory organization : SRO）の自主規制ルールによる企業統治規則等のいわば強行法規的運用（たとえば、ニューヨーク証券取引所 [New York Stock Exchange : NYSE] による監査委員会 [audit committee] の設置強制など）にある。これは、ある意味で硬直的な議会制定法だけではなく、行政機関のルールや「ソフト・ロー（soft law）」を活用した機動的な法規制であるとも考えられ、現在ではわが国でも活用されようとしている法規制手法である。第3に、実務界や学界を巻き込んだ民間セクターにおける議論の高まりも特徴のひとつとして指摘することができる。ちなみに、全米法曹協会（American Law Institute : ALI）が1992年に最終採択し公表した「企業統治の原理——分析と勧告（Principles of Corporate Governance : Analysis and Recommendations）」は、現在の世界的な企業統治論の原点のひとつとされるほどあまりにも有名であるが、それは民間セクターの公表物である⁽¹³⁾。

アメリカにおける企業統治論は古く遡ることができる⁽¹⁴⁾。近時（1980年代以降）の企業統治論に限ってみても、その議論の内容からみて、次のような5つの時代区分をすることが可能である。

第1の時期は、1980年代のM & Aブームに際して、そのような企業買収時における「株主価値の最大化」という観点から、取締役の行動準則のあり方を問題にした時期である。企業買収者に対して防御策を採用したことが公開買付けにおける「セリ上がり」を阻害する結果となったとして、そのような政策を採用した取締役の行為がその信認上の義務（fiduciary duty）に違反するのではないか、などといった問題が論点となった。アメリカの判例法上および学説上も、取締役の義務のうち注意義務（duty of care）の履行には経営判断の法理（ビジネスジャッジメント・ルール [business judgment rule]

——裁判所による司法判断回避の法理）が適用になるが、「忠実義務（duty of loyalty）」にはその適用がないとされてきた。たしかに、企業防御策が会社の利益を守る注意義務の問題なのか、それとも取締役自身の保身を目的とした忠実義務の問題なのかなどの議論は以前からなされていたところである。それがM & Aブームに際して、問題として多く顕在化したために判例・学説の集積がみられたのがこの期の特徴である。アカデミズムも大いに盛り上がった。そのなかで、取締役の行為準則としてデラウェア州法上の判例の展開が注目されている。わが国のみならず多くの国における近時の企業統治をめぐる議論においてデラウェア州会社法や州裁判所の判例が多く引用されていること（基本的に規制緩和の例として）からみて、この時期のアメリカにおける議論が世界的な企業統治論において影響を与えたことは疑いなく、同州法をめぐる学説・判例・立法を詳細に検討することの意義は現在でもきわめて大きい¹⁵⁾。地域経済と密接に結びついた企業保護（労働力の確保や税収確保など）を目的にアンチ企業買収法の制定が相次いだのもこの時期である。

この時期の判例・学説の基本的な基準は、「株主利益の極大化」であった。「株主利益の極大化」という視点から、ときには企業解体に至るかもしれない買収行為に対して取締役らが採用した戦略の合理性・適法性が司法判断され、企業統治のあるべき姿として経済学などにおける企業統治をめぐる議論にも影響を与えたのである。

第2の時期は、企業の経営破綻責任追及事例における高額賠償認容に対する役員責任保険の危機などが起こり、その対応に判例法または立法が腐心した時代である¹⁶⁾。わが国の平成13年12月商法改正のモデルになった責任制限立法が、デラウェア州などで相次いで成立した時期である。

第3の時期は、企業の役員（executive）の高額報酬問題への対応に追われた時期である。基本的にはディスクロージャーで対応する方法が選択されたが、わが国におけるインセンティブ報酬としてのストック・オプション導入の際の法規制のあり方をめぐる議論において、この時期のアメリカの対応が参照された。高額報酬を含む役員報酬のあり方の問題は現在ヨーロッパにお

いても盛んに議論されているが、その際にもアメリカ法における議論が参考にされている。

第4の時期は、「ウォールストリート・ルール」が機能しなくなったためか、機関投資家による株主権行使を背景にした企業統治状態の評価の動きがあった時期である⁽¹⁷⁾。これは、日本でも、機関投資家による株主総会における議決権行使が最近盛んになっているが、そのモデルとも言うべきものである。

第5の時期は、エンロンやワールドコム事件に係る会計事務所の営業姿勢や会計監査実施における公認会計士の中立性・信頼性が問題となった時期である。サーベンス・オックスリー法が緊急立法として成立した⁽¹⁸⁾が、この動きは、世界の監査法人のあり方や企業開示のあり方への影響も大きく、わが国の例で言えば、公認会計士法の改正や証券取引法の改正に影響を与えている。

以上のように、アメリカでの企業統治論の展開は、それぞれの時期の論点は異なるものの、それらの議論が日本を含めて世界に影響を与えてきたことは明らかである。これは、その議論の対象と内容とが普遍的要素をもっていたことの表われであると評価することができるであろう。反面、アメリカにおいても企業統治論は「永遠の未完成品」であり、バグが発生するたびに、繰り返しその再構築を図る必要があることを示していることも見落としてはならない。

アメリカにおいては、上に述べたそれぞれの時期に、官民において問題性が共有され、真剣に議論がなされたうえで、先に述べたように、州法あるいは連邦法、連邦法下のSECのルール制定や執行（エンフォースメント[enforcement]）、証券取引所規則制定や運用などによって即座に対応がなされたことは特筆すべきことであり、各国において参考にされるべき事柄であると言える。

もっとも、アメリカ固有の問題として、州会社法と連邦法の関係といった問題があり、この点は注意して参照する必要があるだろう。従来、企業統治に係

る法制は基本的に州法の管轄であった。たしかに、連邦証券諸法や証券取引所規則などによる実質的な「連邦会社法」的な法規制はすでになされていたことはよく知られているが¹⁹⁾、比較法研究において、連邦法の位置付けを誤るおそれがなくはない。そのような管轄区分がなされてきたアメリカであるが、1990年代に連邦法違反を理由とした州裁判所への提訴が頻発し、民事訴訟手続などの面で連邦法と州法とのあいだにある制度間格差が問題として顕在化した。そこで、連邦法において、1990年代半ば以降にかかる提訴を制限する目的をもった制定法²⁰⁾が立法化されたことは画期的なことであったと言える。またエンロンやワールドコム事件以後、連邦法が直接的に企業統治、特に監督機構のあり方に介入する動きすらみられるようになったことは、従来のアメリカ会社法制のあり方とは大きく異なった動きであり、注目されるところである。

一方、民間セクターが動いたということも、後にみるヨーロッパ各国と共通するところであるが、アメリカの特徴であるとも言える。前述のALIが公表した「企業統治の原理」は、プロジェクトの最初に「会社の目的」が議論され、それを会社の利潤と株主の利益の増進としたことに特徴がある。これは今日、多くの国で参考にされているものであるが、株式会社の本質をどのようなものとして捉えるかが企業統治論の出発点であることを正当に示すものとして高く評価することができる。もっとも、その結論が妥当かどうかは別問題である。同報告書はまた機関構造について、執行と監督の分離を求めている。取締役会の性格を基本的に監督機関としていること（監査委員会等の委員会制度を重視）も、世界の企業統治論に与えた影響が大きい。そして、株主代表訴訟制度などを含む「救済」（同報告書第7章）に相当詳細な分析がなされている点に同報告書の特徴があるが、この少数派株主らの「救済」というアプローチもまた、世界的にみて、企業統治のあり方を考えるうえでの重要なアプローチを宣言した先例として重要である²¹⁾。

他方、実務界でも、全米取締役協会（National Association of Corporate Directors : NACD）は1996年に取締役に対して経営者からの独立性・高潔性

の維持・勤勉性などの要求を行い、「取締役の専門性に関するブルーリボン委員会報告書（Report of the NACD Blue Ribbon Commission on Director Professionalism）」を作成し、取締役の義務やその履行方法などを明らかにしている²²。また、1997年にはビジネス・ラウンドテーブル（Business Round Table）が「企業統治に関するステイトメント（Statement on Corporate Governance）」を公表するなど、自主的な対応も目立った。

基本的に、アメリカの企業統治論の展開は、経営自体は自主性に任せるにしても、その健全性を保障することにおいて、透明性を確保するという開示（disclosure）思想を援用するものである。そして、機関構造に関して言えば、独立した監督機構の構築・運用に関心が集中しているとみることができる。具体的には、たとえば、監督担当者における客観性・中立性を確保するために、その人的要素として、かつては社外取締役（outstanding director）という「社外性」を重視していた態度から、よりストレートに独立取締役（independent director）という「独立性」あるいは端的に中立取締役（neutral director）・利害関係を有しない取締役（disinterested director）という要素を重視した名称に移行してきたことも特徴的である。完全な外部者である公認会計士については、その独立性を疑わせる付随的サービス業務規制にまで現在規制が及んでいることは、エンロン事件の余波という要素もあるであろうが、現実には、企業統治論における規制内容として世界基準のひとつとなっているのである。

第3節 イギリスにおける企業統治をめぐる法的議論の現状

イギリスで近時、企業統治論が急速に展開されるに至った直接の契機も、他の諸国と同様に、企業不祥事・企業破綻、とりわけ不正経理を含む虚偽の情報開示などへの反省であったと言えるであろう（Maxwell 事件など²³）。そして、同時に、イギリスの金融市場・資本市場の信頼維持・回復がEU市場

統合を背景に、あるいは金融・資本取引の国際化を背景に、またライバル国（ドイツ、フランス、さらには対岸のアメリカ）に勝利し自国の優位を保つという愛国的意識に支えられて、大いに議論が展開されたことは疑いえない。ヨーロッパの金融センターたるロンドンの経済界が、その首脳をトップに据えて、自主的に企業統治に係る委員会を立ち上げたことは象徴的である。加えて、アメリカ資本を中心としたM & Aの動きはロンドンにも及び、またEU内における企業結合（国境を越えた企業連携等）の動きにどのように対応するのかも喫緊の課題となっていた。キャドベリー（Cadbury）委員会報告書²⁴⁾からハンペル（Hampel）委員会報告書に至る企業統治委員会から提示された企業統治制度の充実策の数々は、シティー・コードなどの自主規制の伝統をもつ国らしく実務界主導型のものであった点をまず指摘しておきたい²⁵⁾。そして、その動きが、厳しい内容のロンドン証券取引所規則の改正²⁶⁾や会社法改正²⁷⁾をもたらししたことも、大いに賞賛に値し、参考にされるべきである。イギリス経済界が示した「自主規制だからといって決して安易な規制緩和を求めない」という態度は、自主規制（self-regulation）という規制手法の有効性と同時にあるべき姿を示している。自主規制は、ある意味で議会制定法よりも実務に近いだけに要点を押さえることが可能であり、かつ、自律精神が背景にあるならばその自主規制の内容は自然と厳しくなるものなのである。

その企業統治充実のための手法もまた、イギリス的である。すなわち、「ベスト・プラクティス（best practice）」を示し、その遵守状況（あるいは離脱状況）を開示して大衆の信を問うというスタイルである²⁸⁾。自己責任、自主性尊重、そしてディスクロージャー制度の伝統が生きている国である。その開示には、特に法的強制力を背景としていないようである。たとえば、ハンペル報告書は、企業統治構造の自主性・柔軟性を認めることを前提に、取締役会に対して、年次報告において自社の企業統治の状況に関する説明文書の作成を求め、会社自身と投資家たちとのコミュニケーションを前提にした企業統治の充実を志向している。ルールの「形ばかりの遵守」ではなく、「実質的遵守」、本質の実現を重んじていると解される。この規制スタイルは、

EU 会社法の統合・調和 (harmonization) においても参考にされている。特に、この企業統治状況開示による企業間競争というアイデアは世界的になってきており、わが国においても、まず機関構造の柔軟化が会社法改革において提案されている一方で、企業統治状況の開示が要請されてきているところである。このことからしても、イギリスの企業統治法制のあり方はわが国のみならずアジア諸国の企業統治法制を構築あるいは改善するうえで、大いに参考に値するのである。加えて、イギリスの企業統治に係る各報告書が、内部統制 (internal control) システムに対する取締役の責任を強調し、加えて、開かれた株主総会の運営などにも踏み込んでいる点も、株主による企業統治を考えると、立法論として大いに参考になるものと思われる²⁹⁾。

第4節 ドイツにおける企業統治をめぐる法的議論の現状

英米において企業統治論の展開がみられていた一方で、ドイツにおいては、機関構造をめぐる議論はほとんどなされなかったと言ってよい。理論的にみて、執行と監督の分離現象が重要・不可欠であるとするならば、ドイツ型二層式機関構造は会社機関内部におけるその分離が既に実現しているからである。そして、法制度としては世界最先進国の企業法制と評される株式法と商法その他の法律が整備されている国であったからである。したがって、企業法制について特に改める必要性を感じなかったのであろう³⁰⁾。しかし、そのようなドイツにおいても、近時は企業統治論が盛んになっている³¹⁾。その出発点に企業不祥事があったことは他の諸国と大差がないが³²⁾、近時の企業統治をめぐる法律上の議論の内容をみれば、ドイツの企業統治論は、企業統治と企業金融の関係を捉える本章の基本的理解に最も適合する展開をみせている。すなわち、ドイツでは、EU 市場統合あるいは拡大 EU を前に数次にわたり資本市場振興法 (Finanzmarktförderungsgesetz) の制定・改正を行っている。同法は文字どおり資本市場振興を直接の目的としているが、そのなかに

における企業統治法規制に関連する部分が注目されるのである。このように、ドイツでは、まず、制定法レベルでの企業統治論が進んだことを、その特徴として指摘することができる。

ところで、ドイツの場合、経営機構における二層式機関構造に加えて、今ひとつ重要な企業統治上の特徴がある³³⁾。それは、無記名株式制度を背景に、ユニバーサルバンクを中心に形成された資本側の企業支配構造である。しかし、このような支配構造も、企業金融のボーダーレス化、そして国境を越えた企業結合の進行³⁴⁾、企業統治（特に不正防止機能）面でのユニバーサル・バンキング・システムの機能不全などが契機となって問題視され、一気に企業統治論の必要性が議論されるに至ったのである。特に企業金融の面では、アメリカ資本によるドイツ企業株式の取得、さらには企業買収が現実化し、またアメリカ資本を受け入れた企業ではストック・オプション制度が採用されたりしたことも、法規制や法制度のアメリカ化を促したとみることができる。

企業法改革の中心であるドイツ資本市場の振興は、法整備という面からみれば、次のように進んだ。

第1次資本市場振興法は1990年に成立し、まず社債起債に関する民法上の規制の撤廃などを内容とした。ついで、第2次資本市場振興法は1993年に成立し、証券取引法の制定等がなされた。第3次資本市場振興法は1998年に成立し、会社型投信を許容することなどを内容とした。第4次資本市場振興法は2002年に成立し、取引所法や証券取引法の大改正を含むものであった。これ以外に、1998年の無額面株式法と透明化法（企業領域における監督および透明化のための法律 [Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich]）、2001年の「記名株式と議決権行使簡素化法」などが制定され、これら立法はいずれもドイツ資本市場の開放、すなわちドイツ資本市場の競争力強化を意図したものであったと解される。そして、改正法や制定法の中味をみれば、ディスクロージャー制度（企業経営の透明化）などから明らかにように、それはドイツ法のアングロ・アメリカン法化であったと評価することができる。特に、2002年の「企業の透明性と情報開示法（Transparenz und

Publizitätsgesetz)』³⁵⁾は、後述のバウムス (Baums) 委員会提案のなかで比較的議論が少なく緊急性の高いものを立法化したものであるが³⁶⁾、先にイギリスについて述べたのと同じように、「コーポレート・ガバナンス・コード」の遵守状況の開示を義務づけた点に特徴がある。このような開示を中心とした企業統治法規制 (いわばアングロ・アメリカン型企業統治方式) が、今日いわばヨーロッパ・スタンダードとなっていることを窺わせる。

このような法典整備の一方で、学界も法改正を理論的に支えるものとして機能した。具体的には、企業統治に関する大学教員らのグループからの提言がいくつかなされたことを指摘することができる³⁷⁾。このようなアカデミズムの自主的な動きに刺激され、連邦政府 (司法省) も、2000年に自主的な提言を行っていたバウムス教授を委員長とした企業統治等を検討対象とする委員会を発足させ、2001年には同委員会の報告書が公表された。そして、同委員会の勧告を受けてテュッセンクルップ社のクローメ会長を委員長とする「ドイツ企業統治規範 (KODEX) 策定委員会」が設置され、2002年にはその最終報告書が公表された³⁸⁾。この報告書の特徴としては、株主とのコミュニケーションを重視し、透明性確保を求めること、監査役会と取締役 (執行者) の役割分担を明確にし、両者の適切な関係を要求していること、近時のヨーロッパ・スタンダードと考えられるイギリス流のスタンダード「遵守するか、そうでないときは説明する (comply or explain)」方式を採用していること、などがあげられる。企業は、自主的に法律規定から離脱することができ、また必要があれば離脱することが求められるのである。そして、その離脱には合理的説明を伴わなければならない。イギリスと違って、法規範を背景にしたガバナンス・コードであることが特徴的である。とはいえ、従来から厳格な法規制を置いてきたドイツにおいて、従来のいわば固い法規制から柔かい法規制への転換を示すものとして、画期的な出来事であったと評価することができるであろう³⁹⁾⁴⁰⁾。

第5節 フランスにおける企業統治をめぐる法的議論の現状

日本と同様に間接企業金融が中心であったフランスにあっても、EU市場統合に向けた対策の一環として金融・資本市場改革が進んでいる。先にみたイギリスやドイツとの対比でみるならば、これもまたEU内部における金融・資本市場をめぐる主導権争いとみることができる。ロンドン・フランクフルト・パリはヨーロッパの主要な金融センターである。アメリカのニューヨークをも巻き込んだ（クリアリング・システム [clearing system, 証券決済制度] を含む）マーケットのグローバル化が進んでおり、東京もソウル・シンガポール・上海（北京）・シドニーなどと経度の関係でこの競争に巻き込まれている現実がある。いずれにしても、そのような金融・資本市場改革の一環が企業統治の充実であることは、フランスの場合も、EUにおける他の先進諸国と同様である。

フランスでは、1966年法以来、株式会社の機関構造として、一層式と二層式の選択が認められてきた。同族企業、民営化企業などを中心に後者を採用する例もあるが、基本的には70%以上の株式会社で一層式が採用されていると言われる（日本投資環境研究所 [2002: 105]）。取締役会の機関構造を二層式に変更する場合も少なからずあるが、その理由は、同族支配を維持しつつ外部の専門家に経営を委ねるため（監査役会には創業者一族が就任し取締役〔執行役〕として専門家が雇われる）であったり、また経営者に対する監視を強化するためであったりする。他方、逆に一層式に変更する場合もある。その理由としては、意思決定の効率性等があげられている。それぞれの企業統治構造の長所・短所を示しているように思われ、興味深い。一層式か二層式かの選択の議論は、執行と監督の分離がいずれの方式においても必要であるとの現在の議論状況からすると、さほど意味をもたない。しかし、フランスで2つの方式が選択的に併存してきた歴史があり、その経緯を参考にすれば、アメリカ型や従来のフランス型の一層式の方が経営効率の面ですぐれている

(要するに、迅速な意思決定ができる)ことは疑いない。反面、この形態には、経営の暴走を食い止める仕組みを伴う必要がある。そのために、特に一層式を採用する国において執行から分離した監督機関の強化が唱えられていることは、繰り返し述べるとおりである。

フランスの企業統治改革をみるうえで、ドイツとは違って、むしろイギリスのような民間セクターからの報告書が出されてきたことに注目すべきである⁽⁴¹⁾。特に、AFEP(全仏民間企業団体。現在の全仏民間企業団体・大企業団体 AFEP-AGREF)と CNPF(全仏経営者評議会。現在の全仏企業運動 MEDEF)により設置された2次にわたる「ヴィエノー(Viénot)委員会報告書」(1995年および1999年)が最も重要なものである⁽⁴²⁾。ヴィエノー氏が委員長を務めた委員会から発せられた2つの報告書において、独立取締役の導入、兼任取締役の制限、取締役会の構成・運営等に対する定期的監視と株主への報告、委員会制度の導入、取締役会会長と社長の分離いかん(第一次では認めていたのに対して、第二次では分離の方向性を示して選択制採用)、役員報酬・ストック・オプション計画の開示などが提言された。そこにあがった項目や提案内容の文言だけをみると、他の国での議論と大差ないようにみえる(法規制のアングロ・アメリカン化)。2つのヴィエノー委員会提案を受けるかたちで2001年会社法改正(新経済規則[nouvelle regulation économique])が実現した⁽⁴³⁾。

フランス会社法制では、近時、簡易株式会社制度の導入などベンチャー企業を意識した規制緩和や安定株主確保を含む企業防衛策などが実現している。それらは日本の状況と類似する。フランスでも、また日本と同じように、その企業統治論に海外の機関投資家の圧力が影響を与えていると言える。加えて、EU域内での市場間競争における主導権争い問題もある。そのような様々な外圧を身近に感じているであろう産業界のリーダーであるヴィエノー氏や後掲の企業統治委員会を率いるブトン氏のようにソシエテ・ジェネラルのトップが報告書作成委員会の中心人物であったという点は、イギリスの場合と類似した面があり、市場間競争の必要性・重要性を熟知している民間主導の改革により勝利しようという実務家の意気込みがあったことを窺わせ

る⁽⁴⁴⁾。国際比較など慎重な審議がなされたことが報告書から明らかである。日本でも日本経済団体連合会や経済産業省からの具体的な法改正提案がなされ、後にみるように議員立法などのかたちをとって商法改正がなされるなどしている。諸外国の動向が引用されているが、日本の場合は、諸外国にない日本独自の規定であるということだけで削除が提案される例もある。これに対して、フランスでは、同じく経済団体からの法改正提案や議員提案などがあるが、その内容は規制緩和ばかりではなく、規制強化をすべきとする提案もなされており、企業統治論が今フランスでなされる理由を熟知したうえで議論を行い、加えて、その提案内容の実質的達成度を重視している点は、わが国の立法にあたっても見習う必要がある。

ところで、「新経済規則」（および第二次ヴェエノー報告書）において、取締役会長と最高業務執行役員との分離が求められたことは重要である。従来フランスに多い一層式機関構造では、取締役会長兼最高業務執行役員（Président directeur général : PDG）支配が通常であった。これを分離しようというのである。これはイギリスにおいても同様の提案があるが、執行と監督の分離という世界的趨勢からみて必然的な提案であると解することができる。

このように内容を表面的にみる限りでは、ヨーロッパの企業統治は内容的に均質化（収斂）に向かっているように思われる。

第6節 EUにおける企業統治をめぐる法的議論の現状

企業統治に関するEU会社法制の動きが急である⁽⁴⁵⁾。EU加盟国中、イギリス・ドイツ・フランスについては既にみたが、これ以外にもEU委員会を中心とした動きが注目される。たとえば、2002年に公表されたオランダのエラスムス大学ヤープ・ウィンター（Jaap Winter）教授を中心とした「ヨーロッパ内の会社法の現代的な規制基本構造に関する会社法専門家からなるハイ・レベル・グループ（The High Level Group of Company Law Experts on

a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe)」委員会からの報告書⁽⁴⁶⁾を受けて、EU 委員会は行動計画 (action plan) を公表した⁽⁴⁷⁾。EU 統合を背景に、域内各国会社法の統一化 (harmonization) が新たな局面を迎えているが、EU 指令による会社法調和策における新たな動きの一端は、すでにイギリス・ドイツ・フランスについて述べたところである。これ以外の国でも、たとえばベルギー⁽⁴⁸⁾、デンマーク⁽⁴⁹⁾、フィンランド⁽⁵⁰⁾、ギリシャ⁽⁵¹⁾、イタリア⁽⁵²⁾、オランダ⁽⁵³⁾、スペイン⁽⁵⁴⁾、スウェーデン⁽⁵⁵⁾などの国々から、2000年を前後にして、企業統治に関する報告書等が公表されており、それらの英語版も入手できる。これら多数の報告書は、各国での議論が株主重視、執行と監督の関係など、企業統治論としてみて、ある意味で同じ方向を向いていることを示している。しかし同時に、ヨーロッパの会社法制の調和に向けた取り組みが始まってから四半世紀を越えようとしている現在でもなお、完全には調和されていないことを示し、その違いの大きさからみて、短期間では完全な調和の実現が不可能であることをも示している。

最近のヨーロッパでは、EU 域内会社法制の「収斂 (convergence) と分化 (divergence)」がキーワードとなっている。このフレーズは、各国の企業統治の議論に多くの共通性があることを示唆していると同時に、どのような会社法制の調和・統合がなされても一致しない点が残らざるをえないことを示している。

EU における改革論議において、そのような相違点を解消することは、規制上の「分化」がその国の「文化」に根ざしている以上は決して容易ではないという共通認識がある⁽⁵⁶⁾。これも傾聴に値する指摘である。EU 加盟国間の会社法の調和化にとって当面大きな相違点として意識されるものは、たとえば従業員参加・共同決定、社会的なステークホルダーの処遇、株主権・議決権の取扱い、取締役会・監査役会などの機関構造などである。それらは、歴史的背景やそれぞれの国家独自の事情に関わるものであり、EU 委員会も、「行動計画」において短期目標とはしないで中長期的に対応しようとしている領域や項目も少なくない。

他方、各国における企業統治をめぐる議論の活性化により、また OECD などの機関における議論の成果も踏まえるならば、EU 域内において企業統治を論じる際の共通点も徐々に明らかになってきたと言える。これらをもって、さらに世界的な基準（収斂）の議論をする参考に供することもできるであろう。

第1に、経営内部における執行と監督の分離である。一層式機関構造であれ二層式機関構造であれ、この要請はアメリカでも日本でも、さらにはアジア諸国においても妥当することである。ただ、その実現手段は、各国の事情によらざるをえないと考える。ここに「分化」が生じる契機がある。今や世界的に要求されようとしている独立取締役制度の導入や委員会制度の是非などを考えてみても、この制度を動かす人間が、その国々の文化的・教育的・経済的・政治的背景等を有する人間である以上、国情に合わせた立法あるいはソフト・ローの活用が必要である⁵⁷⁾。そのアイテム（たとえば執行と監督の分離）が企業統治上一定の方向で（分離する方向で）考慮されなければならないという点では収斂が起きていると考えられるのであるが、その実現方法については、二層式でまたは一層式で、あるいはそれ以外の方法で実現することが各国の裁量に委ねられているとも言えるのである。たとえば、ドイツ型二層式機関構造は、1966年フランス法など周辺諸国の立法に多大な影響を与えた。ドイツ型二層式機関構造は、執行と監督の区分を機関の区分で体现するものとして理想的な機関構造である。しかし、フランスの例のように、必ずしもフランス人はドイツ型を好んで取り入れようとはしなかった⁵⁸⁾。オランダもドイツ型機関構造に影響を受けているが取締役選任に株主総会がコミットする点などで必ずしも同じではなく、オランダ法を継受しているインドネシア法の展開も興味深い。いずれにしても、執行と監督の分離を実質的に実現することが重要であるとしても、それを実現する方式は先に述べたように各国に解消しがたい差異として残される可能性が高い⁵⁹⁾。

第2に、開示制度の充実、透明性の向上である。企業経営への監視・監督を実質化するには、監視・監督するサイドに必要十分な情報が集まらなけれ

ばならない。公認会計士らによる外部監査の場合も企業情報を必要とすることは当然であるが、資本市場を通じて企業統治を行うと解されてきた株主・投資家にとっても⁶⁰⁾、経営の透明性を確保するための情報開示の充実と信頼性の確保が重要となる。これはアメリカの例をみるまでもないが、法制度や自主規制機関による法的あるいはこれに準じる事実上の強制力をもって情報（特にネガティブ情報）の提供を求めることが必要である。EU 諸国において、企業統治をめぐる議論の高まりと同時にアングロ・アメリカン型ディスクロージャー規制を基本とする証券市場改革・証券規制改革が進んでいることも象徴的である。特にエンロン事件以後の世界的状況のもとでは、そのような情報開示の充実とその信頼性確保、さらには適切・適正かつ信頼可能な公表企業情報を生み出す源泉である会社自身の内部統制システムの充実と評価・改善に関心が向かうのも、ある意味で必然であったと言える。

第3に、EU にしてもアメリカにしても、そこに共通するのは、実務界が危機意識あるいは競争意識をもって、世界基準となるほどの強力な企業統治準則・原則（コード [code]）を積極的に提示しようとしてきた「自主性」である。その自主的な提案を詳細にながめれば、重要な点では厳しい内容を企業に要求していることが注目される。

第4に、その規制の手法として、まず「ベスト・プラクティス」を作成公表し、その「遵守するか、そうでないときは説明する」のルールをこれに適用して、いわば開示規制とリンクさせて企業統治の実をあげていくという方法が確立してきたことである。日本やドイツの従来の会社法制が基本的にそうであるが、いわば硬構造の企業法規制では、実務サイドにおける創意工夫の余地が狭く、企業法制が無用な制約・障害となることも少なくない。たしかに、法制度も社会システムのひとつである以上、統一的なものの方が破綻は少なく、取引コストの面でも無駄な費用の節約が可能となることは疑いない。しかし、過度の硬構造の法規制では適切な創意工夫も「違法 (illegal)」となる可能性がある。近時、わが国でも定款自治の拡充論や会社法の強行法規性への疑問などが提示されているが、これはいわば柔構造の企業法規制を

求めるものであると解せよう。そうであれば、その動きは、ヨーロッパの例からも明らかなように、世界規模で模索されようとしているものと共通する（まさにドイツがそのような方向に動こうとしている）。企業統治論は、従来は硬構造の会社法のなかで論じられることが多かったが、今日では、企業統治のあり方について形式ではなく実質が重視され、その実質を具体化するための手法について自治・自律が尊重されるようになってきたのである。すなわち、会社法は企業に多くの裁量を与える必要が生じてきたのである。そして、各企業に対して、法が許容する自由な機関構造選択を活用して自らにふさわしい企業統治構造を構築させ、その採用した企業統治構造の合理性についての説明と法的責任を負わせる規制手法が主流になってきているのである。これは、形式よりも実質という時代にふさわしいものと言えるのであり⁶¹⁾、EU基準や世界基準⁶²⁾となってきたのも当然である。各企業は、このような柔らかな法規制構造のもとでは、自らの企業統治状況開示をしなければならない。その優劣の判断は資本市場がするのである。充実した企業統治構造を有している企業へは投資が集中し、企業統治への関心の低い企業は市場からの撤退を余儀なくされるに至る、これがこのシナリオの理想的帰結である。その競争はもう始まっているのであって、EU加盟各国の企業統治論の動きはそのことを示唆している。

第7節 日本における企業統治をめぐる法的議論の現状

わが国における企業統治をめぐる議論の広がりをもとにすると、日本の企業統治論を一括りに論じることは無謀である。ここでは、1950年代以降の商法等の改正に限ってまとめておく。

商法会社編に規定されている規制内容の中心テーマのひとつは、いうまでもなく企業統治である。したがって、頻繁になされる商法改正の中味が企業統治に係る改正であったことは当然である。第二次世界大戦後の商法等の改

正に限っても、1950年の商法大改正はアメリカ型企業統治構造を大幅に取り入れた立法であった。同法において、わが国に法的制度としては初めて取締役会制度が導入されたが、従来の内部職階制度を温存したまま法制度設計がなされたため、その後に、取締役会による代表取締役を中心としたトップマネジメントに対する監督が十全に機能せず、少なからぬ企業不祥事を生じさせてしまった。そこで、10年以上に及ぶ法制審議会での審議の結果、1974年の商法改正と商法特例法（監査特例法）の制定により、監査役制度の充実により対処することとなった。その政策決定は以後の商法等の改正に一貫するものであったが、企業内部従業員出身者を中心とした社内監査役に監査の実を期待したところで、同じく内部者から経営者となった代表取締役を中心とするトップマネジメントに対する厳しい監視が行えるのかといった問題提起は当初からなされていた。そこで、1974年の商法特例法において外部の専門家による商法会計監査（公認会計士・監査法人による会計監査人監査）制度が導入された。しかし、これも、当初は全株式会社を対象とする構想であったものが、公認会計士と税理士との職域をめぐる争いを生み、結局は「大規模」株式会社（資本金5億円以上。1981年改正で負債総額200億円以上基準との併用）に限定した会計監査人制度の導入にとどまった。とはいえ、職業倫理に支えられた外部監査制度が商法の特例として成文法の中に導入された意義は大きい。問題は、それ以後今日まで、公認会計士・監査法人がその職業倫理に従い、商法・商法特例法が会計監査人監査に期待した役割を果たしたかどうかの評価にかかる⁶³。

業務監査の職責を担う監査役制度については、1981年改正商法をはじめ、様々な強化策、中立化策などが提案され、実現されてきた。しかるに、2002年の商法特例法の改正により、監査役がない機関構造をもつ委員会等設置会社が導入された。この改正は、監査役制度と監査委員会制度の併存を認め、そのいずれを採用するかにつき会社の選択に委ねるものである。委員会等設置会社それ自体は、アメリカ型機関構造を参考にして執行と監督の分離を図り、意思決定の合理化・迅速化を実現しようとするものであった⁶⁴。

ここに示されるように、最近の改正は、取締役会の形骸化と言われる状況を背景に、第1に、意思決定の迅速化・実質化・合理化が求められたこと（たとえば、委員会等設置会社における執行役への取締役会からの大幅な権限委譲など）、第2に、経営者への監視・監督の実質化といった観点から、その実現手段において2つの機関構造の選択的併存がなされ競争状態に置かれたこと、に特徴があると言うことができる。

他方、2001年12月改正にあるように、1993年商法改正で提起が容易となった株主代表訴訟への対策、すなわち取締役の責任制限を目的とした立法が議員立法として実現した。たしかに高額請求が認容された株主代表訴訟の例もあるが、取締役が善管義務を尽くしている限りにおいては、たとえ会社に損害が発生する事態が生じたとしても基本的には責任はないと解される。重大な過失がないからである。また、そもそも損害とのあいだの相当因果関係がない場合もあるであろう。したがって、責任制限立法は株主代表訴訟への過剰反応というべきであり、実現した規定内容もどうも使い勝手が悪いもののようにである⁶⁵⁾。

わが国でも、民間セクターからのベスト・プラクティス方式のコード提案がある。それは、1994年に結成された日本コーポレート・ガバナンス・フォーラムが1998年に公表し2001年に改訂された「コーポレート・ガバナンス原則」である⁶⁶⁾。その2001年改訂原則の内容をみると、第1の特徴は、経営判断の迅速性・効率性を高めるためにCEOに全権を任せ会社代表者と位置づける一方で、取締役会を経営監督機関として純化させる機関構造を志向し、執行と監督の明確な機関レベルでの分離を提唱している点である。第2に、内部統制・内部監査の充実・強化を求めており、CEOにその構築責任を課し、他方、監査委員会にその現状評価と改善促進の責務を課している点である⁶⁷⁾。これらアイテムや提言内容は、形式的にはこれまでみてきた世界の動きと平仄が合うものであり、コーポレート・ガバナンス基準の「収斂」の一例とみることができる。しかし、その具体的な内容は、日本の企業統治を改善するという観点から、当然ながら日本の現状を意識したものとなっており、

欧米のそれとは若干異なった「分化」の例を示しているのである。

おわりに

各国の会社法改革の内容や企業統治に係る報告書やガイドラインなど、さらには学界での議論などを参照してみると、企業統治のあり方についていくつかの共通要素が析出されてきたことがわかる。そして、その共通要素をいかに実現していくのかについて、今、EUでは加盟国の実状に関する調査活動が進行中である。EUの動きは、そのような共通要素の把握とその要素の実現という観点からすると、「収斂と分化のバランス」を考えたものとして注目される。アジア諸国においても、そこにあがった共通の要素、①執行と監督の分離とそれによる権限・責任の明確化、②企業統治の実効性確保によって不可欠な企業情報について、その適時かつ迅速な流通の確保、具体的には内部統制の充実、開示情報の信頼性を確保するための外部および内部監査制度の整備・強化、などに配慮する必要がある。問題は、それらの事項をどのように実現していくのかである。その方法選択において、各国の実状に応じた「分化」があるのではなかろうかと考える。しかし、その場合、単に欧米のレベルに至る企業統治の実現にはコストがかかりすぎるということで安易な妥協をすることは許されない。現在のEUの「行動計画」にあるように、現時点において、短期・中期・長期の実現目標を定め、最高レベルの企業統治（これとて、アメリカの例にあるように、常に修正を余儀なくされる）にまで達する道程を示すことが求められる。究極的に、企業統治のあるべき到達点とされるべきものの実質が現実のものとなることが重要なのであり、その実現状況は透明性が確保され、開示制度により常に監視者、すなわち内部監査・外部監査、そして資本市場の批判にさらされなければならないのである。企業統治が企業金融供給者の批判にさらされることで充実するという関係に立つことを確認すれば、企業統治の充実のために資本市場の成熟が求められ

る理由も容易に理解されるであろう。

〔注〕

- (1) 不正行為の防止の観点だけでなく、株主価値の最大化など、企業の収益性・競争力の向上の観点からの議論もなされているのは、そのためである。なお、神田〔2003: 92〕参照。
- (2) 先進諸国の状況について、たとえば、森本〔2003〕に詳しい。
- (3) これまで、企業統治の議論は、原則として公開企業を対象としてきた（江頭〔2004: 42, 43-44注5〕）。しかし、企業破綻のケースを考えるならば、各企業の企業統治構造充実の必要性は会社の公開性の有無や規模を問うものではない。中小規模の企業に係る企業統治のあり方を対象とした議論も、近時、盛んである。
- (4) 特に、アジアの場合は、本書の多くの研究が示しているように、自国企業の健全性確保の課題が、1990年代に多発した経済破綻への対処という面からだけでなく、自国の産業振興策（明治期の日本のように）としてみた場合の「外資誘導策」という要素からも導かれているように思われる。そして、その議論は、比較法的見地よりすれば、抜本的な原因（たとえば財閥や国家権力等の企業支配力の「解体」——韓国や中国などの例）へメスを入れることなく、欧米あるいは日本の議論を形だけまねた、いわば茶番のごとき企業統治改革にとどまっているケースも少なくない。詳細は、各研究員の論文に委ねるが、若干付言すれば、このような「外資誘導策」の議論の次に来るのは、日本の経験からすれば（古く外資導入における議論や近時の海外からのM & Aの動きに対する企業の反応を想起せよ）、「外資からの自国企業防衛」問題となるであろう。現に、各国でそのような兆候がみられるようである。これも、企業統治論が純粹法律論でない、多分に政治的経済的要素を含むものであることを示す証左である。発展途上の国々は、先進国の経験（特に失敗の経験）を参考にすることができるメリットがある。活用すべきである。
- (5) イギリスのDTI（Department of Trade and Industry）の近時の企業法改革に係るレポートの表題が「競争経済に向けた現代会社法（Modern Company Law for a Competitive Economy）」と題されており、有名なOECDの企業統治に関するビジネスセクター・アドヴァイザリー・グループによる報告書「企業統治（Corporate Governance）」（1998年。邦訳として、奥島〔2001〕）の副題が「グローバル・マーケットにおける競争と資本へのアクセスを促進する（Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets）」とされていることは、「競争社会」を意識した企業統治論であることを示しており、象徴的である。

- (6) 「経営支配」の定義につき、差し当たり、江頭〔2004: 42〕参照。
- (7) 周知のように、欧米では、監督機関（supervisory board ——その国の機関構造のあり方によって、一層式では「取締役会」を意味し、二層式では「監査役会」を意味する）の長と執行機関（managing board）のトップとの兼任を避けることが近時重要視されてきている（イギリスでの理論の展開をみよ）。これは、所有という座標とは次元を異にする、経営サイド（あるいはエージェント・サイド）における、いわば「監督と執行の分離」の要請である。いわゆる二層式機関構造では、この分離は当然であり機関自体の分離により実現している。これに対して、いわゆる一層式機関構造を有するアメリカにおいても、本文に述べるように、取締役会と CEO との分離が志向され、取締役会の監督機関としての純化が求められようとしている（ALI 原理の例を参照）。しかし、日本の委員会等設置会社にもみられるように、一層式機関構造では、取締役会が監督機関として必ずしも純化されていない、すなわち取締役会会長が執行役を兼任することも可能であるような場合には、監督機関の実効性を確保するサブシステムが不可欠とならざるをえない。「自己監督」にはどうしても信頼性の欠けるところがあるからである。たとえば、監督機関に社外性を注入し、あるいは執行からの独立性を一層強く要求することなどが立法政策として模索されているのは（アメリカにおけるエンロン以後の議論を参照せよ）、その弱点を外部者による監督制度の導入によって補完する試みにほかならない。一層式機関構造における取締役会の監督機関化の意義および限界を、経営における執行と監督の分離という観点から眺めなおす必要があるのであって、一層式機関構造にあっても、機能的には二層化が進んでいるということを謙虚に受け止める必要がある。それはまた、アメリカ型の機関構造が最善ではないことの一例であるとも考えられるのである。いずれにしても、執行と監督の「機関レベルでの分離」は世界的潮流であると言える。
- (8) 欧米では、近時、役員（executives）の高額報酬問題もある。わが国でも委員会等設置会社では法定機関として導入された報酬委員会の有効性、その構成のあり方（構成員の社外性の徹底いかん）などのほかに、報酬開示（これは世界的な基準となりつつある）や報酬開示を前提にした株主総会のコミット（開示書類の承認など。最近のイギリスの議論を参照）など、法律的議論が盛んになされている。
- (9) いわゆる「ウォールストリート・ルール（Wall Street Rule）」（市場での証券売却による投資先企業からの離脱）による投資行動が可能な状況であるならば、問題ある投資先企業の証券を売却して当該企業との関係を断絶すればよいだけのことである。しかし、たとえば機関投資家にとって、当該企業への投資量が多いときなどには、「出口（exit）からの脱出（市場での証券の売

却による撤退)」は容易でない。株価が急激に下落し、適切な買い手サイドを確保することが困難になるからである。ときに、そのような脱出行動が非効率的な場合も少なくないであろう。そうすると、証券を保有し続けて、会社の収益力向上に期待するほかはないということになる。機関投資家は、ときに、ある意味で投資先企業と運命を共にすることが余儀なくされる事態に立ち至るのである。

当該企業への投資を撤退するか留まるかの判断をしなければならない投資家（特に他人の資金の運用を託されている機関投資家）にとっては、その投資判断をなすうえでの素材を提供してくれる開示企業情報の内容の充実と当該開示情報の信頼性の確保が不可欠の要請となる。機関投資家が議決権行使だけでなく、情報開示にこだわるのも納得がいく。開示されるべき情報としては、特に会計・財務に関する情報が重要であり、国際的比較可能性を確保するために国際会計基準が設定され各国で受け入れることが構想されているのもそのためである（EUにおけるいわゆる「2007年問題」——公開会社に対して国際会計基準の遵守を要求する）。また開示情報の信頼性を保障する監査に関する規制の重要性も高まっており、これも国際的統一基準設定の動きがある。単に機関構造だけでなく、開示・会計・監査が世界的な企業統治論の中心となっている現状は当然のことであると考えられる。

- (10) 本書の対象国における企業統治論の展開において、IMF や WTO などの働きかけがあり、基本的にアメリカ型企业統治構造を要求していることに注目したい（渡部 [2003] 「はじめに」 および ii 参照）。このような国際機関の内部の構成を考える必要がある。
- (11) 早稲田大学比較法研究所連続講演会第一期「比較法研究の新段階——法の継受と移植の理論」（2001年。全6回）および第二期「日本法の国際的文脈——その歴史と展望」（2004年。全6回）ならびにその成果公表物早稲田大学比較法研究所編『法の継受と移植の理論——比較法研究の新展開』（比較法研究所叢書30号，2003年）参照。
- (12) このような「株主重視」の風潮は、ある意味で、危険である。各国の会社法制は、普通株主が残余請求権者（residual claimant）であることから様々な企業統治のツール（議決権，代表訴訟提起権，情報請求権，違法行為差止権など）を与えているが、そのツールはあくまでも企業経営の適正化を目的に行使されるべきものである。しかし、株主提案権を背景に企業と裏取引をして利得するなどの事例は、わが国でも総会屋などが現に生じてきた。また、アジア諸国のように、大株主が財閥あるいは国家である例では、「株主重視」が一部の「大株主重視」につながりかねない危険をはらんでいることに注意が要る。株式会社法の歴史は「少数派株主」の保護の歴史でもあったことを想起すべきである。

- (13) 邦訳と解説として、証券取引法研究会国際部会 [1994] がある。
- (14) 19世紀末にまで遡ることができる（龍田 [1994: 71f] 参照）。
- (15) 筆者が経験したアメリカのロー・スクールにおける企業法の講義・ゼミナールでも、デラウェア州の判例は必須であった。想像するに、アメリカのロー・スクール出身者たちにとっては（多くのアメリカの企業法弁護士を含むが、就職先は法律事務所に限られないことは周知のとおりである。政府機関あるいは国際機関等で多くのロイヤーが活躍している）、その企業法の知識はアメリカ法、企業統治に限っていえば、デラウェア州法・連邦証券諸法の会社法的要素であるといっても過言でないように思われる。そのデラウェア州における取締役の行動準則についての判例法理の展開として、Unocal ルール（経営判断法理による救済を受けるには、会社に与えられた脅威に対して合理的な対抗手段でなければならない）、Revlon ルール（取締役は買収行為により事業の売却が不可避であると判断されるに至ったときは、闘争の参加者から中立的な仲介者に変容し、株主が最大の利益を得られるように行動しなければならない）、Paramount ルール（裁判所は防御方法が抑圧的または排除的なものであって過剰防衛と評価されるものであるかどうかを司法審査する）が重要である。
- (16) 有名な Smith v. Van Gorkom 事件判決（1985年）が契機となって、取締役の免責を許容するために、いくつかの州において州会社法の改正がなされた。
- (17) カルパース（CalPER ——カリフォルニア州政府公務員退職基金）による国際投資原則（Global Corporate Governance Principles）（日本に対するものについては、関孝哉翻訳「カルパースの対日コーポレート・ガバナンス原則」[『商事法務』1488号、1998年] 30ページ参照）や教職員保険年金協会・大学退職株式基金（TIAA-CREF）によるポリシー表明（policy statements）、全米機関投資家評議会（CII）によるポリシー表明などがその例である。
- (18) 同法成立までの経緯につき、たとえば、河村 [2002: 50] 参照。
- (19) SEC レベルでの対応やニューヨーク証券取引所や NASD（National Association of Securities Dealers、全米証券業協会）の諸規定によるルール等の強制を通じての企業統治に係る強化策も強制的にあるいは勧告というスタイルで実施されていた。たとえば、会計監査人の独立性確保や株主総会のあり方などは、実質的には、委任状説明書や取引所ルールを通じて実現されていたものである。
- (20) 1995年の私的証券訴訟改革法（Private Securities Litigation Reform Act）と1998年の証券訴訟統一基準法（the Uniform Standard Act）参照。
- (21) アメリカの企業統治論における「法と経済学（law & economics）」の意義や影響を過小評価してはならない。アメリカの「法と経済学」は、基本的にシカゴ学派経済学を背景にするものであるが、ただその企業統治論における功

罪を論じることは本章の目的ではない。

- (22) 邦訳として、全米取締役協会 [1999] がある。
- (23) キャドベリー (A. Cadbury) 氏を長とする委員会を創設するに至る企業不祥事については、たとえば、Rickford [2003: 465-466] を参照。同弁護士は、同書において、「そもそもイギリスの会社法を生み出した主たるもの (the main begetter) は金融不祥事であり、英国会社制定法 (the British Act) は1855年に最初の物が作られて以来、このような不祥事 (scandals) の歴史書として読むことができるであろう」と述べている。
- (24) 同報告書の副題が「企業統治の財務的側面 (financial aspect)」とされている点で、公表財務書類の信頼性確保が当初の中心的課題であったことが窺い知れる。公表財務書類の作成と信頼性を確保するための前提条件として当該企業の統治構造・組織の充実が意識されるに至ったということである。
- (25) イギリスの企業改革については、研究業績を列挙するには多すぎるほどであるが、たとえば、邦語の文献として、日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム [2001]、チャーカム／シンプソン [2001] などがある。
- (26) 各報告書の要求する「ベスト・プラクティス」を統合するかたちで「統合規範 (Combined Code)」が制定され、取引所規則を通じてその遵守が求められた。取締役会、取締役の報酬、株主との関係、会計監査と内部統制がその内容である。そして、この規範の「遵守のディスクローズ」が求められているのである。この規範は証券取引所の規則に添えられたものであるが、上場企業に限定した勧告ではなく、機関投資家も名宛人になっている点に特徴がある。
- (27) 前述した DTI「競争的経済のための現代会社法制」は、ハンベル報告書を受けたものである。
- (28) DTI の会社法制の現代化構想においても、「ベスト・プラクティス方式」が支持されている。
- (29) これらについても、基本的に透明性を確保するために、かかる点に関する情報提供が要請され、規制手法として重視されている。この点では、役員報酬開示も同様である。それら情報を会社はステイトメントとして報告しなければならない。そのようなステイトメントを署名つき公表したということの重みは、イギリスでは、われわれが想像する以上のものであるように思われる。
- (30) Hopt [2003: 323] は、現時点でも、ドイツの企業統治法制の基本的な枠組みを変える必要はないことを示唆する。
- (31) 最近のドイツの企業統治論をまとめた最新の文献として、正井 [2003] が詳しい。
- (32) 1993年の Metalgesellschaft 事件など。

- (33) 加えて、ドイツ型共同決定も「労働者参加」という企業統治論の今ひとつの重要論点を検討するうえで事例を提供している。ただし、本章では、労働者参加による企業統治の問題は取り扱わない。
- (34) たとえば、ドイツの主要企業であるダイムラーとアメリカのクライスラーの企業結合。
- (35) Gesetz zur wittern Reform des Aktien-und Bilanzrechts, zu Transparenz und Pulizität.
- (36) その詳細を解説したものとして、たとえば森本 [2003: 57] 参照。
- (37) 日本でも有名なテオドル・バウムス (T. Baums) 教授 (フランクフルト大学) を中心としたグループやアクセル・フォン・ヴェルダー教授 (A. von Welder) (ベルリン工科大学) を中心とするグループ (Berliner Initiativkreis) の提案などがそれである。
- (38) <http://www.ebundesanzeiger.de/amtlicherteil/>
- (39) Hopt [2003: 319f]
- (40) 企業会計についても、ドイツは独自の企業会計制度および企業会計法制度を有してきた。しかし、近時、国際会計基準 (IAS) へ接近している。このことも、伝統的なドイツ企業会計法制度を墨守しづらくなった近時の状況変化の一例である。いわばグローバル化により企業会計においても独自性を維持することが困難になってきたのである。日本の状況と類似するとも言える。
- (41) イギリスもフランスも、第二次世界大戦後、主要企業 (産業) の国営化と民営化をともに経験した国である点で共通している。特に、フランスは、ドゴール時代以来、主要産業・金融への国家介入が顕著であり、民営化後においても企業間の株式持ち合いが小規模ながら存在する。
- (42) ヴィエノー報告書については既に多くの研究業績があるが、差し当たり、鳥山 [1999: 479]。最近のダニエル・ブトン (D. Bouton ——マーク・ヴィエノー氏 [M. Viénot] が会長であるソシエテ・ジェネラル銀行の頭取) を長とする委員会報告書 (2002年) は、企業統治の一層の向上を目指して、取締役会の運営や構成 (独立取締役や委員会制度など) や会計監査人の独立性強化、財務情報の充実などを提言している。同報告書については、商事法務研究会 [2003: 88] 参照。これ以外に、1996年にマリニ議員 (Philippe Marini) によるフランス会社法の見直しについての議会への報告書、全仏投資運用協会 (AFG-ASFFI) の企業統治原則などがある (日本投資環境研究所 [2002: 109f] 参照)。
- (43) 「新経済規則」はフランス金融市場改革を目的とした多様な内容を含む改正法である。詳細については、たとえば山田 [2003: 79f] 参照。
- (44) 日本投資環境研究所 [2002: 119-120] 参照。
- (45) EU 加盟諸国の会社法制の状況を比較検討する最近の公式の研究報告書と

して、たとえば、EU International Market Directorate General, “Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and Its Member State,” Final Report and Annexes I-III, 2002, がある。

- (46) “Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe,” Nov. 2002.
- (47) この行動計画に関しては、菊田 [2004] 参照。
- (48) ベルギーでは、たとえば、ブリュッセル証券取引所から公表された Brussels Stock Exchange, “Report of the Belgian Commission on Corporate Governance (Cardon Report)” 1998（現在は、ブリュッセル証券取引所とベルギー銀行・金融委員会の二重コード [Dual Code] である「ベルギー上場会社のための企業統治 [Corporate Governance for Belgian Listed Companies]」[1998]の第一部に組み込まれている—— www.cbf.be/pe/pec/en_ec01.htm）を含め、いくつかの企業統治に関する報告書やガイドラインが公表されている。
- (49) デンマークでは、たとえば、デンマーク株主協会による報告書 (Danish Shareholder Association, “Guideline on Good Management of a listed company (Corporate Governance)” 2000 (www.shareholders.dk) などの「企業統治コード」がある。
- (50) フィンランドでは、たとえば、国有企業の企業統治のガイドラインとして通商産業省から公表された Ministry of Trade and Industry, “Guidelines for Handling Corporate Governance Issues in State-Owned Companies and Associated Companies” 2000 (www.ve.fi/ktm/eng/newsktmetu.htm) のほか、フィンランド中央商工会議所 (Central Chamber of Commerce and the Confederation of Finnish Industry and Employers) による公開会社向けの企業統治コード (1997年) などがある。
- (51) ギリシャでは、たとえば有名な、マルツァニス報告書 (Capital Market Commission, Committee on Corporate Governance, “Principles on Corporate Governance in Greece, Recommendation for its Competitive Transformation (Mertzanis Report)” 1999 (www.ecgn.org) などがある。
- (52) イタリアでは、上場企業の企業統治に関する委員会 (Comitato per la Corporate Governance delle Società Quotate) によるプレダ報告書 (Comitato per la Corporate Governance delle Società Quotate, “Report & Code of Conduct (Preda Report)” 1999 (www.borsaitalia.it) がある。
- (53) オランダでは、たとえば、ペータース報告書 (Secretariat Committee on Corporate Governance in the Netherlands, “Forty Recommendations (Peters Report)” 1997 (www.ecgn.org) やオランダにおける年金基金 (ペンションファンド) のための企業統治研究に関して (Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen, “Corporate Governance Handbook of the

SOGOP” 2001) (www.scgop.ne/downloads/Handbook_SCGOPpdf) などがある。

- (54) スペインでは、たとえば、オリベンシア報告書 (Comisión Especial para el Estudio de un Código Etico de los Consejos de Administración de las Sociedades, “El gobierno de las sociedades cotizadas (Olivencia Report)” 1998 (instuniv@euroforum.es ——英語版) などがある。
- (55) スウェーデンでは、たとえば、スウェーデン株主協会政策指針 (Sveriges Aktiesparares Riksförbund, “Corporate Governance” 2000 (www.ecgn.org) 参照。
- (56) EUC [2002: 74f.]
- (57) たとえば戦後の日本の例であるが、1950年商法改正がアメリカの圧力のもとでなされた法改正であったにもかかわらず日本的要素が巧みに温存されていたことは周知のとおりである。また最近の1993年商法改正や2002年商法特例法の改正など、アメリカからの構造協議を通じての圧力を受けた法改正やアメリカ型機関構造とされる委員会等設置会社制度を創設したにもかかわらず、そこに日本的変容を経たもの (たとえば、社外取締役が社外監査役になり、3委員会が法定必要機関とされた) が立法当初から組み込まれていたのである。いわゆる日本的経営 (終身雇用・年功序列・ボトムアップ型意思決定等。江頭 [2003: 42]) が社外の人間が取締役ポストに入り込むことを好まなかったからであると考えられる。アメリカの代表団がいう社外取締役には客観的・中立的監視を実現することが求められていると解して社外監査役で対応したことは企業統治立法のあり方として注目される事例である。
- (58) ドイツ型機関構造法規制の問題点は、共同決定を制度内に取り込んでいることにあると考えられる。従業員参加のあり方は各国の実情を如実に反映するもののひとつである。本章の用語で言えば、「分化」の典型例であると言える。
- (59) 日本の商法上の取締役と監査役の機関分化は、機関構造に関しては理論上問題があるとは思えない。むしろ監査役が会社内部機関でありながら「独立性」を志向してきたことは評価されてよい (商276条参照)。たとえば、委員会等設置会社にあっても、社外「取締役」に人を得なければ形だけの監督になる危険がある点は同様の問題を抱えている。委員会等設置会社の取締役会は限りなく監督機関 (監査役会化) へと純化していくことが構想されていると解されるのであって、そうであれば、両者の機関構造上の意味は、言われているほどの差をもたない。
- (60) 危険資本 (risk capital) の担い手たるエクイティ・ホルダー (日本流に言えば「普通株主」) はその投下資本回収のリスクゆえに企業経営の効率性や公正性への関心が高いという仮説が成り立ちうる。そこに、株主・投資家による企業統治への期待が生まれ、株主保護・投資家保護が法規制の目的となる契機がある。しかし、流通資本市場を使用する株式会社にあつては、エクイテ

イへの投資者は市場での保有株式売却による離脱が可能である。それゆえに、エクイティ・ホルダーは企業経営への関心は相対的に低いという全く逆の帰結を導くこともまた可能である。問題ある発行会社の証券については、企業統治に関与するよりも早々に処分すればよいだけのことだからである。いずれの理解が妥当か。思うに、エクイティ・ホルダーの投資家的側面からすれば、投資先企業の経営成果が市場価格に効率的に反映されるとの条件が完全に充たされる効率的な資本市場が存在するならば、その場合は、適切なキャピタル・ゲインを確保するためには企業経営に関心を払わざるをえない。すなわち、企業経営が成功すれば株価は上昇し、逆に失敗に終われば株価は下落するからである。価格下落に対して売り時を正確に把握することが困難であるとするならば、株主・投資家にとっては継続企業の適切な経営の方がベターであると言える。このように考えると、株主・投資家による企業統治がうまくいくかどうかは、その国の証券市場が効率的であるかどうかにかかわることになる。

同様の理解からすれば、終身雇用型労働環境や労働力の流通市場が未整備の状況のもとにおいては、当該企業の従業員こそ最大のステークホルダーである。彼らの適正・違法経営への監視の高いインセンティブに期待した制度設計も考えられる（ヨーロッパでは従業員参加が各国において議論されている）。しかし、これも実際に経営者に向かって積極的に発言（諫言）できる従業員・労働者（あるいは労働組合など）がどれだけ存在するかは問題である。たとえば日本の場合であるが、従来の内部昇格型経営者がほとんどであり企業別労働組合が主流であった日本型企业においては、従業員に多大な期待をかけることはあまり現実的ではないと考える。しかし、世界的には、従業員の企業統治上の機能は高く評価されており、従業員参加のあり方は企業統治論の重要論点のひとつである（EUにはいくつかの型がある）。

- (61) ただ、従来の企業法制は一つのパッケージとして成り立っており、部分的で安易な規制緩和は法規制全体のバランスを崩し、安直な企業経営者を利するおそれがある。たとえば、日本において株式移転・株式交換の導入により係属中の株主代表訴訟が不適法却下になったという例のように、解釈でも対応が可能な部分もあるが、新たな法制度導入するに際しては可能な限り、その影響をシミュレートする必要がある。
- (62) わが国でも、東京証券取引所による適時開示規制のなかで、企業統治に関する会社の基本的な考え方およびその施策の実施状況への取り込みなどが開示されることになった。
- (63) この点の検討は本稿の目的ではないので、ここでは、問題の所在の指摘にとどめる。
- (64) 江頭〔2003: 420〕参照。従来型（一般に監査役設置会社とも呼ばれるが）

でも、取締役会による意思決定の迅速化という観点から、一定数以上の取締役の存在と社外取締役などに係る要件充足を条件に「重要財産委員会」制度が導入された（商特1条の5）。

(65) 江頭 [2003: 372注14] 参照。

(66) 1998年版については、たとえば、鈴木他 [1998]、2001年改訂版については、たとえば、上村 [2001: 4] 参照。

(67) これ以外にも、重要なガバナンス機能を担う株主総会（本章では特に言及しなかった）について、その機能の確認がなされたうえで、情報提供機能の強化などが提言されている点が注目される。

〔参考文献〕

〈日本語文献〉

上村達男 [2001] 「改訂コーポレート・ガバナンス原則の特徴」（商事法務研究会『旬刊商事法務』1612号）pp.4-7。

江頭憲治郎 [2004] 『株式会社・有限会社法』（第3版）有斐閣。

奥島孝康監修 [2001] 『OECDのコーポレート・ガバナンス原則』金融財政事情研究会。

河村賢治 [2002] 「米国における企業統治改革の最新動向」（商事法務研究会『旬刊商事法務』1636号）pp.50-75。

神田秀樹 [2003] 『会社法』（第4版補正版）弘文堂。

菊田秀雄 [2004] 「EUにおける『会社法の現代化』——EU委員会の行動計画を中心に——」（早稲田大学大学院法学研究科『法研論集』110号）。

小柿徳武 [2003] 「ドイツにおける会社法改正の動向」（森本滋編『比較会社法研究』商事法務）pp.50-69

証券取引法研究会国際部会訳編 [1994] 『コーポレート・ガバナンス——アメリカ法律協会「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」の研究』日本証券経済研究所。

商事法務研究会 [2003] 「フランスのコーポレート・ガバナンス改革への取り組み」（商事法務研究会『旬刊商事法務』商事1656号）。

鈴木忠雄他 [1998] 『コーポレート・ガバナンスの新局面——「C・G原則」の有効性を考える』（別冊商事法務212号）商事法務研究会。

関孝哉翻訳 [1998] 「カルパースの対日コーポレート・ガバナンス原則」（『商事法務』1488号）p.30。

全米取締役協会編著（佐々木剛志訳・鳥飼重和校閲）[1999] 『取締役のプロフェ

ッションナリティー』六法出版。

龍田節 [1994]「序説——コーポレート・ガバナンスと法」(証券取引法研究会国際部会訳編『コーポレート・ガバナンス——アメリカ法律協会「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」の研究』日本証券経済研究所)。

—— [2003]『会社法』(第9版)有斐閣。

J・チャーカム/A・シンプソン(奥村有敬訳) [2001]『株主の力と責任——「英国流コーポレートガバナンス」を問う——』日本経済新聞社。

鳥山恭一 [1999]「フランス会社法とコーポレート・ガバナンス論——exception française? ——」(『奥島孝康教授還暦記念 第1巻』成文堂) pp.479-499。

日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編 [2001]『コーポレート・ガバナンス——英国の企業改革』商事法務研究会。

日本投資環境研究所 [2002]『「コーポレート・ガバナンス」に関する調査研究』(経済産業省委託研究)。

正井章彦 [2003]『ドイツのコーポレート・ガバナンス』成文堂。

森本滋編 [2003]『比較会社法研究——21世紀の会社法制を模索して』商事法務。

山田純子 [2003]「フランスにおける会社法改正の動向」(森本滋編『比較会社法研究』商事法務) pp.70-87。

渡部亮 [2003]『アングロサクソン・モデルの本質——株式資本主義のカルチャー貨幣としての株式、法律、言語』ダイヤモンド社。

〈英語文献〉

Department of Trade and Industry (DTI), United Kingdom [1998] “Modern Company Law for a Competitive Economy.” (http://www.dti.gov.uk/cld/final_report/index.htm)

European Union Commission (EUC) [2002] “Comparative Study of Corporate Governance Code Relevant to the European Union and Its Member States (European Commission Internal Market Directorate General).” (http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/news/corp-gov-codes-rpt_en.htm)

Hopt, Klaus [2003] “Corporate Governance in Germany,” in K. J. Hopt and E. Wymeersch eds., *Capital Market and Company Law*, Oxford: Oxford University Press.

Rickford, Jonathan [2003] “Do Good Governance Recommendations Change the Rules for the Board of Directors?” in K. J. Hopt and E. Wymeersch eds., *Capital Markets and Company Law*, Oxford: Oxford University Press.